ケーススタディ名称：株式会社ジャフコと日本のベンチャーキャピタル業界

<ケース教材>

教員

桐畑哲也

（奈良先端科学技術大学院大学

先端科学技術研究調査センター助教授）

目次

February28.2006

この教材は、奈良先端科学技術大学院大学先端科学技術研究調査センター桐畑哲也助教授と同センター蒔田崇研究員とが、共同で作成したものである。本教材は、経営管理の巧拙を示すものではなく、教育及び研修用に作成されたものである。

本教材取扱元: 日本ケースセンター（財団法人貿易研修センター 内）ID: 7006100
Distributed by Case Center Japan, IIST. http://www.casecenter.jp

「東京証券取引所マザーズ等新興企業向け市場の開設により、株式公開の入り口が広がった。創業間もない企業や赤字企業でも公開できるという状況は、従来までと環境が全く変わったことを意味する。経営リスクが高い企業でも公開できるようになれば、当然、高リスクでも高収益を狙っていく。過年度の財務データが十分にそろわないような若い企業に対しては出資しただけで放って置いては駄目だ。自らが経営に参画せざるを得ない」。

株式会社ジャフコ（以下、ジャフコとする）の村瀬光正社長(当時)は、2001 年 10 月 23 日付け日経金融新聞のインタビューでこのように述べた。バブル経済の崩壊や新興市場の整備等経営環境が大きく変化する中で、日本のベンチャーキャピタル業界が、成長所期企業投資にシフトする流れを象徴したものであった。

ジャフコは、資本金 332 億円、グループ会社を含めて従業員およそ 300 人、総投資残高 1833 億円(2005 年 3 月末時点)と日本のベンチャーキャピタル業界最大手で、株主構成は、野村ホールディングスが 20.5%、野村総合研究所が 11. 8%（2005 年 9 月 30 日時点）と、野村グループのベンチャーキャピタルである。

設立は 1973 年と存続しているベンチャーキャピタルの中では最も古い[1]。1987 年 6 月に店頭上場を果たし、2001 年 1 月からは東証第一部に上場している。1982 年には、我が国で初めての投資事業組合を設立する等、我が国のベンチャーキャピタル業界の形成をリードする役割を果たしてきた。

Ⅰ. 会社設立から村瀬社長(当時)の就任まで(1973 年-1998 年)

1. 会社設立の経緯

ジャフコの前身、日本合同ファイナンスは、1973 年 4 月 5 日、証券会社主導による最初のベンチャーキャピタルとして設立された。資本金 5 億円、大株主は、野村證券、野村不動産、日本生命、三和銀行、及びそのグループ企業が中心であり、株主数は 16 社であった。初代社長には、野村證券の当時の取締役、杉原泰治氏が就任し、役員は、野村證券、日本生命、三和銀行等から派遣された。

日本合同ファイナンス設立当時、野村證券は、未公開企業に対して積極的なアプローチを展開していた。そのターゲットは、資本金 5000 万円から 3 億円程度の企業であったが、その下限を下げ、有望と思われるベンチャーへのアプローチを促進することを目指していた。日本合同ファイナンスの設立は、野村證券の当時の経営方針と合致していた。

設立当初の日本合同ファイナンスの事業領域は、未公開企業への投資事業に留まらなかった。融資、リース、保険代理業等、事業は多岐にわたった。この内、投資事業については、

[1] 日本初の民間ベンチャーキャピタルは、1972 年 11 月に設立された京都エンタープライズディベロップメントであった。京都の経済団体である京都経済同友会主導で設立されたが、設立から 8 年後の 1980 年 3 月期をもって清算された。資本金3億円、初代社長には立石電機の立石一真社長（当時）が就任した。大株主は、京都経済同友会の会員企業を中心に、立石電機、ワコール、京都銀行、京都信用金庫、京都中央信用金庫、京都証券取引所等であった。日本のベンチャーキャピタル業界形成過程は、図表 1 を参照のこと。

3 年から 5 年以内に上場が期待できる成長後期企業への投資を中心に据えていた。

2. 我が国初の投資事業組合

日本合同ファイナンスは、1982 年 4 月、日本で初めての投資事業組合「ジャフコ 1 号投資事業組合」を設立した。当時は、民法上の投資事業組合についての理解は進まず、日本の金融機関で積極的に参加するところは少なかった。

日本合同ファイナンスの設立母体である金融機関の参加も十分得られないまま、独自の関係先組合員の資金 16 億円でスタートした。国内海外の事業会社に、日本合同ファイナンスそのものを合わせた 14 の組合員で設立された。

「ジャフコ 1 号投資事業組合」は、投資先の選定や運用も難しかった。組合ファンドの結成期間である 10 年の期限内に成果を上げるのに苦心した。当時、新規に株式公開する企業の設立からの平均年数は 30 年を超えていた。このため、期間内に株式公開が可能な企業へ投資をしようとすると、必然的に株式公開可能な成長後期ベンチャーへの投資に移行せざるを得ない。投資先は限定された。投資先が順調に成長しても、当時の状況では、10 年以内に株式公開にこぎつけることは、困難であったという(図表 2. 3 参照)。

3. 全国支店網整備と海外展開

日本合同ファイナンスは、1980 年代を通じて日本国内の支店網を整備した。1981 年 2 月に、初めての国内支店となる大阪支店を開設したのに始まり、1982 年 11 月には名古屋支店、1983 年 10 月には福岡支店、1984 年 5 月には広島支店、1990 年 10 月の仙台支店と、ほぼ全国の支店網が整備された(図表 4 参照)。

一方、日本経済が急速に成長した 1980 年代後半以降、海外拠点の整備も進んだ。1984 年 7 月には、初の海外子会社である「JAFCO America Venture Inc.」がアメリカ・カリフォルニア州サンフランシスコに設立されたのに始まり、1986 年 2 月には、ロンドン駐在員事務所を開設、1990 年 3 月には、野村證券と共に「NOMURA／JAFCO INVESTMENT(ASIA)Ltd」がシンガポールに、さらに、1994 年 5 月には、「JAFCO Investment(UK) Ltd」が英国・ロンドンに設立された[2]。これらの海外拠点は、海外での投資活動を強化する目的で設立されたもので、急速な円高による海外投資のメリットが高まったこと等が背景にあった。

---

[2] 「NOMURA/JAFCO INVESTMENT (ASIA) Ltd」は、1999 年にジャフコの全額出資子会社となり、2000 年に社名を「JAFCO Investment (Asia Pacific) Ltd.」と変更した。

Ⅱ. 村瀬社長(当時)による新経営計画(1997 年-2002 年)

1997 年 6 月、野村総合研究所の副社長であった村瀬光正氏(1997-2002 年)が、新しい社長に就任した。村瀬社長(当時)のもと 1998 年 5 月に策定された中期経営計画においては、(1)融資事業からの撤退、(2)成長初期企業投資の拡充、(3)バイアウト投資事業の創設等が、新たな経営の柱とされた。

1. 融資事業からの撤退

日本合同ファイナンスは、ベンチャー投資事業、ファイナンス関連事業、海外投資事業等の多岐にわたる事業展開で順調に成長を続けた。しかし、90 年代初めの日本経済のバブル崩壊に伴い、膨らんだ融資事業は不良債権を抱える結果となった。当時、日本のベンチャーキャピタルの多くも多額の融資事業を手がけていた(図表 5 参照)。バブル経済の崩壊及び融資の不良債権化等が足かせとなって、日本のベンチャーキャピタル各社の新規投資及び投資残高は、97 年をピークに減少に転じた(図表 6.7 参照)。

日本合同ファイナンスのグループ全体の融資額は、ピークの 1990 年 3 月期には消費者金融やゴルフ場開発、不動産関連等向けを中心に、2413 億円に上っていた。また、バブル経済崩壊後の不況で、日本合同ファイナンス自体の業績も、伸び悩んでいた(図表 8.9 参照)。

1998 年 5 月に策定された中期経営計画においては、まず融資業務から撤退することが示された。1999 年 3 月期決算では、190 億円の不良債権を処理し、合わせて 230 億円に上る特別損失を計上した。1999 年 3 月期の決算は、118 億円の最終赤字となった。日本合同ファイナンス時代も含めて、最終赤字に転落したのは、74 年 9 月期以来のことであった。

1997 年 8 月、会社名が、日本合同ファイナンスから、ジャフコに変更された。ファイナンスの文字が社名から消えた。

2. 成長初期企業投資の拡充

1998 年 5 月に策定された中期経営計画において、ジャフコは「Build the Company」を掲げた[3]。投資するだけでなく、経営ノウハウの供与や顧客紹介等で投資先を指導・育成するという意味を込めた。

ジャフコでは、経営基盤の弱い成長初期企業に投資し、その経営に積極的に関与して、**(1)投資先の企業価値向上を支援**する投資形態を「ハンズオン投資」と呼んだ[4]。株価の安い創業間もない企業への投資で**(2)内部収益率(IRR)**の向上を図ると共に、投資先への経営関与を強化し、**(3)投資リスク**の軽減に結び付けることを狙った。

この当時、ジャフコでは、投資先の成長ステージの基準として、設立 3ヶ月以内を「シード」、

---

[3] 現在(2006 年 1 月現在)のジャフコの経営戦略は、「Value Creation Through Private Equity」(PE を通じた価値創造)である。

[4] 現在(2006 年 1 月現在)、ジャフコでは、さらに実際的なビジネス全般の支援の強化を目指しているという。ジャフコでは、こうした支援を、VA 活動(Value Added: 企業価値増加のためのサポート)と呼んでいる(図表 10 参照)。2004 年 6 月には、国内投資先に対する VA 活動を担う専門部署を新設し、従来からのアメリカ・アジア投資先への VA 活動とあわせ、投資後の支援体制を強化しているという。

売上高 2 億円以下、且、経常利益 1000 万円以下を「アーリー」、経常利益 1 億 5000 万円以上のものを「レイター」、「アーリー」でも「レイター」でないものを「ミドル」と定義していた[5]。

従来、ジャフコは、株式公開を目前とする成長後期ベンチャーに重点的に投資し、収益を上げてきた。1990 年代以前の投資判断の旧基準は一部の例外も見られたが、おおむね売上高 30 億円以上であったという。ジャフコによると、91 年から 93 年の実績で、初回新規投資先の 60%以上が、売上高 30 億円以上の企業であり、残りもほとんどが、成長後期ベンチャーであったという。しかし、村瀬社長(当時)による経営転換後は、シード、アーリーへの投資割合が大幅に増加した。2001 年度には、シード及びアーリーへの投資は 66%に達した(図表 11 参照)。日本のベンチャーキャピタル業界全体も、この時期頃から、成長初期ベンチャーへの投資を急速に拡大させた。(図表 12 参照)

シード、アーリーのベンチャーは、技術やサービス等特定の領域では強みを持つ半面、外部との提携、財務、法務、公開戦略等の総合的な経営ノウハウが不足している。このため、ジャフコは、資本政策だけでなく業務提携先探しや人材採用、ビジネスプラン策定の支援等様々な支援を提供する体制を整え、投資先の経営への関与を強化した。例えば、97 年以前は、投資先において取締役派遣や取締役会への参加権を持つオブザベーションライトの取得企業はほとんどなかったが、2001 年 9 月中間期には、取締役派遣 44 社、オブザベーションライトが 171 社と増加し、投資先に役員を派遣するか、又は、取締役会に参加する権利を持つ投資数が、投資先の過半数を超えた。

ジャフコの村瀬社長(当時)は、2001 年 10 月 23 日付け日経金融新聞のインタビューで「東京証券取引所マザーズ等新興企業向け市場の開設により、株式公開の入り口が広がった。創業間もない企業や赤字企業でも公開できるという状況は、従来までと環境が全く変わったことを意味する。経営リスクが高い企業でも公開できるようになれば、当然、**(4)高リスクでも高収益を狙っていく。過年度の財務データが十分にそろわないような若い企業に対しては出資しただけで放って置いては駄目だ。自らが経営に参画せざるを得ない」**と述べた。

3. バイアウト投資事業

未公開企業のM&A市場が急速に拡大しつつある中で、ジャフコは1998年バイアウト専門部隊を設置した。

バイアウトには、様々な形態がある。経営陣が、自社株・自社事業等を取得することで、新たな所有者となるマネジメントバイアウト(MBO)、会社外部の経営陣が買収にあたるマネジメントバイイン(MBI)、現従業員が経営を引き継ぐエンプロイーバイアウト(EBO)、投資家が経営陣を外部から送り込むインベスターバイアウト(IBO)等である。

ジャフコは、投資先に対し、ファイナンススキームの構築、投資、投資後の支援・経営資源

[5] 現在(2006 年 1 月現在)、ジャフコでは、投資先の成長ステージについて、投資対象となった主要製品・事業の売上がないものを「シード&スタートアップ」、投資対象となった主要製品・事業の売上があるが、1 年間の営業キャッシュフローが赤字の投資先を「アーリー」、投資対象となった主要製品・事業の売上があり、1 年間の営業キャッシュフローが黒字だが、資金繰りが不安定な投資先を「ミドル」、投資対象となった主要製品・事業の売上があり、1 年間の営業キャッシュフローが黒字、資金繰りが安定している投資先を「レイター」と定義している。

の提供まで、総合的サービスを提供することを目指した(図表13 参照)。経営陣へのインセンティブプランの導入、経営システムの効率化、同業周辺事業の追加買収、追加出資により、企業価値の向上を総合的に支援する体制を整えた。1998年12月に行ったバイアウトは、日本で初めての本格的なバイアウトであった(図表14 参照)[6]。

※現在(2006 年 1 月現在)、ジャフコでは、成長初期から成長後期までのフルライン投資体制を目指している(詳細は、株式会社ジャフコホームページを参照のこと http://www.jafco.co.jp/home/)。フルライン投資体制とは、インキュベーション投資からベンチャー投資、中堅企業へのディベロップメント・キャピタル投資、バイアウト投資まで、未上場企業のどの成長ステージへも投資を可能にする体制のことで、あらゆる投資機会に対応しているという(図表 15 参照)。

[6] ジャフコでは、2004 年度 4 件のバイアウトを行い、2005 年 3 月までに、18 件のバイアウトを手がけた。

付録

図表 1　日本のベンチャーキャピタル業界形成過程

1963 年	中小企業投資育成会社法成立
	東京・大阪・名古屋に中小企業投資育成会社設立
1972 年	日本初の民間ベンチャーキャピタル・京都エンタープライズデイヴロップメント設立
	長銀系の日本エンタープライズディベロップメント、日本ベンチャーキャピタル(株)、住銀ファイナンス(株)設立
1973 年	日本合同ファイナンス（現ジャフコ）、山一ファイナンス(株)設立
1974 年	（株）セントラルキャピタル、東京ベンチャーキャピタル、（株）ダイヤモンドキャピタル(株)設立
1975 年	（財）研究開発型企業育成センター（現ベンチャーエンタープライズセンター）設立
1979 年	京都エンタープライズデイヴロップメント解散
1981 年	経済同友会を中心に日本アセアン投資（現日本アジア投資(株)）設立
1982 年	初の投資事業組合「ジャフコ 1 号」設立、日本インベストメントファイナンス(株)、新日本ファイナンス(株)設立
1983 年	店頭公開市場の大改革（店頭市場の公開基準緩和等）
	日興キャピタル(株)、富士銀キャピタル(株)設立
1984 年	三和キャピタル(株)設立
1982～85 年	ベンチャーキャピタル設立ラッシュ（63 社）
1986 年	中小企業投資育成会社（1963 年設立）民営化
1990 年	(財)大阪府研究開発型企業振興財団（FORECS）設立
1997 年	エンジェル税制一部導入・未公開株の売買の解禁
1998 年	投資事業有限責任組合法成立

図表 2 ジャフコ1号投資事業組合の概要

設立	:1982 年 4 月 8 日
満期	:1992 年 4 月 8 日
清算時期	:1993 年 12 月 31 日
出資総額	:16 億円
組合員数	:14
運用	:投資社数 19 社。組み入れ比率 93%。
	:業種ポートフォリオ
	エレクトロニクス、コンピューター39%、機械 15%、小売、外食 15%、
	バイオ、素材 11%、消費財、サービス他 20%
回収	:公開会社10 社。中途売却 7 社。倒産 2 社。
解散	:機関 10 年。延長 1 年 8 ヶ月。終了 1993 年 12 月。
成果	:1 口 1 億円あたり 3 億 3000 万円。
IRR	:16. 7%

出所:秦信行、上条政夫編著(1996)『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社、86 頁及び株式会社ジャフコ(2003)「ジャフコ 30 年の歩み」をもとに作成。

図表 3 ジャフコ 1 号投資事業組合の契約内容と説明書の一部

事業内容

日本国のニューサービス企業又はベンチャービジネスで 10 年以内に公開の見込みがあり,今後大幅なキャピタルゲインの獲得が見込める企業への投資。これらの投資をするまでの資金運用は、銀行預金、CD、残存期間の短い国債、金融債、中期国債ファンド、社債投信、及びこれに類似したリスクの少ない、高い利子の期待できる証券にて行います。

出資期間

10 年間,但し①出資口数の過半数を有する組合員の同意を得て業務執行組合員の裁量で解散することができます。又、②当組合の投資証券との関係で 2 年問に限り延長することができます。投資した会社の公開がなければ原則として組合財産の分配は行いません。

リスク

この投資は大きなリスクを持っておりますし、又、途中換金はほとんどできないものでありますので、その点を特に充分検討してください。

出所:秦信行、上条政夫編著、『ベンチャーファイナンスの多様化』、日本経済新聞社、1996 年、86 頁及び株式会社ジャフコ(2003)「ジャフコ 30 年の歩み」をもとに作成。

図表 4　株式会社ジャフコのあゆみ

1973 年	4 月	設立、資本金 5 億円
1981 年	2 月	大阪支店を開設（現・関西支社）
1982 年	4 月	日本初の投資事業組合「ジャフコ 1 号　投資事業組合」を設立
	10 月	資本金 10 億円に増資
	11 月	名古屋支店を開設（現・中部支社）
1983 年	3 月	ジャフコベン（株）を設立
		JAFCO International(Asia)Ltd.を設立（ホンコン）
	9 月	地域金融機関との初の合弁会社として（株）九州キャピタルを設立
	10 月	福岡支店を開設（現・九州支社）
1984 年	3 月	資本金 20 億円に増資
	7 月	JAFCO America Ventures Inc.を　設立（サンフランシスコ）
1986 年	2 月	ロンドン駐在員事務所を開設
1987 年	6 月	資本金 26 億 8,737 万 5 千円に増資
		当社株式を日本証券業協会に店頭登録
	11 月	JAFCO America Ventures Inc.の　ニューヨーク事務所を開設
1988 年	4 月	ユーロ市場において円建て EDR を発行、 資本金 94 億 3,737 万 5 千円となる
	5 月	（株）ジャフコブレインズを設立
	11 月	資本金 202 億 8,200 万円に増資
1990 年	3 月	NOMURA / JAFCO INVESTMENT(ASIA)LTD.を設立（シンガポール）
1992 年	6 月	ユーロ市場においてドル建て転換社債 2 億ドル発行
1993 年	9 月	転換社債の転換により資本金 327 億 9,109 万円となる
1994 年	5 月	JAFCO Investment(UK)Ltd.を設立（ロンドン）
	6 月	ジャフコ公開コンサルティング（株）を設立
1996 年	11 月	（株）ジャフコブレインズとジャフコ公開コンサルティング（株）が合併し、ジャフコココンサルティング（株）に社名変更

図表 4　株式会社ジャフコのあゆみ（続き）

1997 年	8 月	日本合同ファイナンス（株）から（株）ジャフコに社名変更
1998 年	6 月	北海道支社を開設
1999 年	3 月	NOMURA/JAFCO INVESTMENT（ASIA）LTD. を全額出資の子会社化
2000 年	7 月	NOMURA/JAFCO INVESTMENT（ASIA）LTD.から JAFCO INVESTMENT（ASIA PACIFIC）LTD.に社名変更
2001 年	1 月	東証第一部に上場
2001 年	5 月	韓国・ソウルオフィス（JAFCO Investment (Korea) Co., Ltd.）開設
2002 年	9 月	中国・北京駐在員事務所（JAFCO Investment (Hong Kong) Ltd Beijing Representative Office）開設

出所：株式会社ジャフコホームページ(http://www.jafco.co.jp/)

図表 5　日本のベンチャーキャピタル業界の融資残高、年間新規追加融資、回収の年度別比較

	95 年	96 年	97 年	98 年	99 年	00 年	01 年	02 年	03 年	04 年
融資残高	8353	230452	213468	177651	93790	51370	18406	14222	7478	946
年間新規･追加融資	236145	204108	150980	117680	39937	1357	1048	7036	1188	84
年間融資回収	261369	238518	160106	175221	64987	9026	10135	10241	420	466

注:単位は百万円。

出所:通商産業省(1995-1996)『ベンチャーキャピタルの投資状況調査』、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(1997-2005)『ベンチャーキャピタル投資状況調査』のデータをもとに作成。

図表 6　日本のベンチャーキャピタル業界の年間新規･追加投資の年度別比較

	95 年	96 年	97 年	98 年	99 年	00 年	01 年	02 年	03 年	04 年
年間新規･追加投資	156583	164944	243457	205664	116145	230934	271746	165497	163783	150207
株式	75909	74630	108555	105373	72403	148887	213079	122977	133839	113163
公開株式	6930	5186	6671	4420	4917	2064	7493	90	―	―
未公開株式	68979	69444	102186	100885	66261	139140	129840	95839	―	―
社債等	74126	84454	127909	95096	38416	68840	52762	32243	12286	15696
出資金	6548	5860	6993	5195	5326	12780	6610	10278	9960	4908

注:単位は百万円。

出所:通商産業省(1995-1996)『ベンチャーキャピタルの投資状況調査』、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(1997-2005)『ベンチャーキャピタル投資状況調査』のデータをもとに作成。

図表 7　日本のベンチャーキャピタル業界の投資残高の年度別比較

	95 年	96 年	97 年	98 年	99 年	00 年	01 年	02 年	03 年	04 年
投資残高	859355	831527	925301	845626	777583	824771	1022280	975830	971857	878748
株式	654734	638080	723162	665115	622511	667204	867080	851798	831822	743943
公開株式	103238	114118	127437	99157	95771	97158	97575	70060	−	−
未公開株式	551496	523962	557798	565890	505001	528313	587672	577879	−	−
社債等	159840	148243	158930	143590	120528	115582	93811	79100	61791	61626
出資金	44781	45204	43209	36921	34544	40215	40817	44931	45879	43622

注：単位は百万円。

出所：通商産業省(1995−1996)『ベンチャーキャピタルの投資状況調査』、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(1997−2005)『ベンチャーキャピタル投資状況調査』のデータをもとに作成。

図表 8　株式会社ジャフコの貸借対照表(連結)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005(*2)
資産の部										
流動資産	217,675	201,918	200,656	176,969	158,336	186,515	161,898	111,070	116,183	117,455
営業投資有価証券	93,480	93,177	92,042	94,167	106,219	146,496	129,013	94,172	105,883	117,433
投資損失引当金	(2,872)	(3,015)	(3,750)	(6,920)	(11,568)	(11,720)	(12,950)	(18,800)	(23,650)	(28,151)
営業貸付金	97,360	86,112	62,678	29,169	22,149	16,560	8,175	–	700	–
固定資産	62,048	70,614	73,910	73,217	58,199	43,607	74,202	41,912	50,243	45,519
資産合計	279,723	272,532	274,566	250,186	216,534	230,122	236,100	152,983	166,426	162,974
負債及び資本の部										
流動負債	105,424	88,733	79,751	58,530	66,032	56,027	37,605	13,322	16,218	14,687
短期借入金	99,725	81,892	73,364	55,323	20,144	11,045	–	–	5,000	–
1 年以内返済長期借入金	–	–	–	–	32,048(*1)	24,878	24,775	11,829	10,206	12,348
固定負債	81,964	89,357	95,646	98,797	49,843	35,854	36,302	21,771	23,148	22,320
負債合計	187,388	178,090	175,397	157,327	115,875	91,881	73,907	35,094	39,366	37,008
株主資本	92,335	94,442	99,169	92,859	100,659	138,241	162,192	117,888	127,059	125,966
負債及び資本合計	279,723	272,532	274,566	250,186	216,534	230,122	236,100	152,983	166,426	162,974
株主資本比率	33.0	34.7	36.1	37.1	46.5	60.1	68.7	77.1	76.3	77.3

(百万円)

出所：株式会社ジャフコ「Fact Book 2005」

*1: 2000 年3月期より、1年以内返済長期借入金を流動負債に記載。

*2: 2005 年3月期より、JAFCO の管理運営する海外のリミテッドパートナーシップへの出資金にかかる会計処理を変更。

図表 9 株式会社ジャフコの損益計算書(連結)

	1996	1997	1998	1999(*1)	2000	2001	2002	2003	2004	2005(*4)
売上高	33,546	34,356	36,441	34,416	59,611	72,290	50,716	24,061	17,863	33,121
営業投資有価証券売上高	20,549	20,600	20,499	23,424	48,377	53,926	42,306	18,648	14,162	26,903
投資事業組合等管理収入	7,196	8,666	11,974	7,586	8,261	15,334	7,523	4,906	3,322	5,847
営業貸付金利息	3,918	2,875	2,158	1,591	781	615	−(*2)	−	−	−
コンサルティング収入	1,167	1,312	1,660	1,741	2,099	2,167	−(*2)	−	−	−
その他	716	903	150	74	92	247	886	507	378	370
売上原価	14,215	11,107	12,077	18,456	27,208	24,700	28,673	17,747	16,585	15,860
売上総利益	19,331	23,249	24,364	15,960	32,403	47,590	22,042	6,314	1,278	17,260
投資損失引当金繰入額	−	−	−	−	−	152	1,230	5,862	4,889	4,511
部分資本直入評価損等	−	−	−	−	−	4,194	(859)	(284)	(2185)	(35)
差引売上総利益	−	−	−	−	−	43,244	21,672	736	1,425	12,783
販売管理費	10,490	10,587	11,562	9,408	10,317	10,705	10,850	10,030	8,152	7,740
営業利益	8,841	12,662	12,802	6,552	22,086	32,539	10,821	(9293)	(9578)	5,043
営業外損益	(16)	(1,043)	(3,998)	(23,836)	(9,813)	(6,628)	(1,985)(*3)	(1,754)	188	19
経常利益	7,479	9,459	11,553	5,418	16,568	27,354	9,782	(10,290)	(9,390)	5,233
当期純利益	1,676	3,301	4,975	(8241)	7,440	14,799	5,175	(7705)	(5621)	3,091

(百万円)

出所:株式会社ジャフコ「Fact Book 2005」

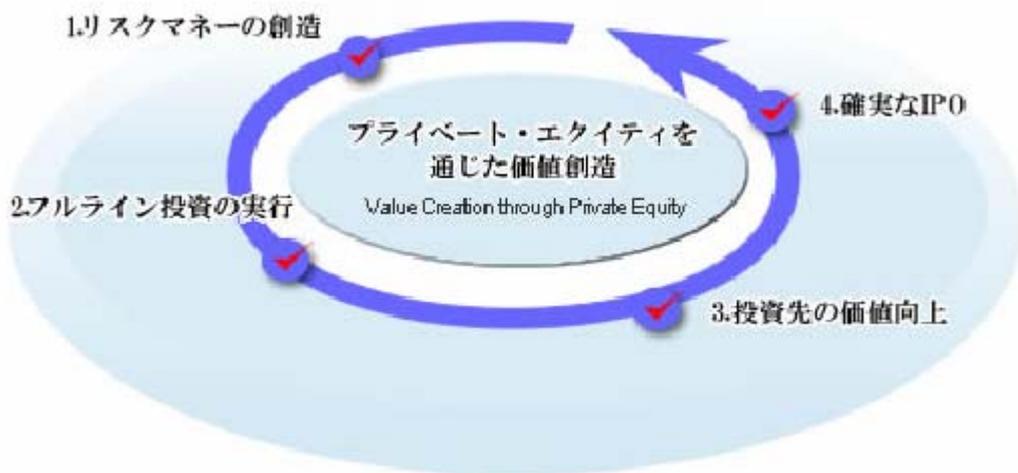
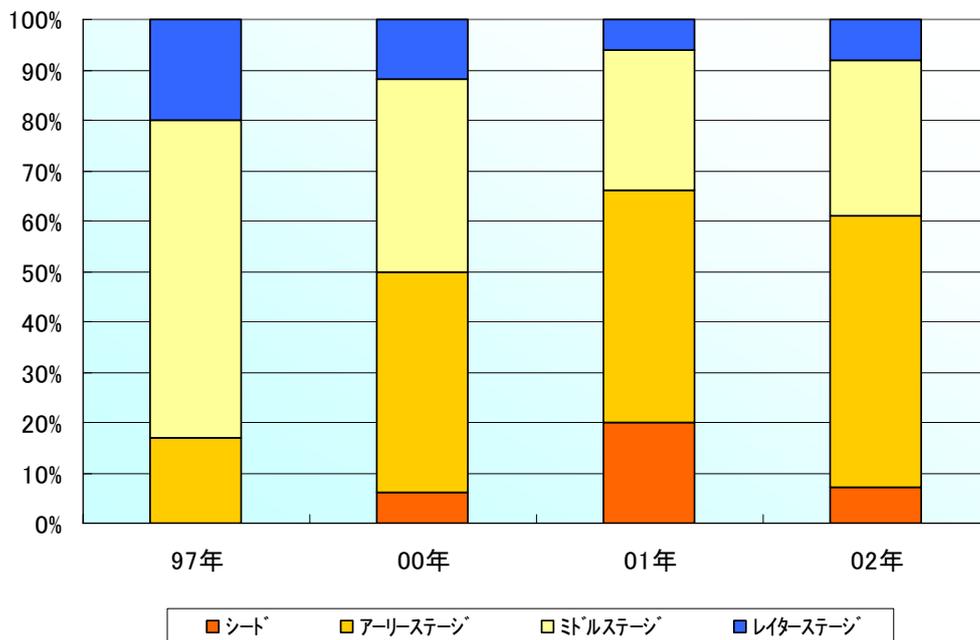
*1: 1999 年付けで NOMURA/JAFCO INVESTMENT(ASIA)LTD.(現:JAFCO Investment (Asia Pacific)Ltd.)を 100%子会社化。

*2: 2002 年3月期よりコンサルティング収入、営業貸付金利息はその他に含んでいる。

*3: 2002 年より資金原価(売上原価)の会計処理方法を変更。

*4: 2005 年3月期より、JAFCO の管理運営する海外のリミテッドパートナーシップへの出資金にかかる会計処理を変更。

図表 10　株式会社ジャフコのプライベート･エクイティ投資のバリューチェーンイメージ

出所：株式会社ジャフコホームページ(http://www.jafco.co.jp/)

図表 11　株式会社ジャフコの国内ステージ別投資推移

注：初回投資、社数ベースの比率

出所：株式会社ジャフコ(2003)「ジャフコ 30 年の歩み」186 頁

図表 12　日本のベンチャーキャピタル業界の投資先成長段階別の年間新規投資の年度別

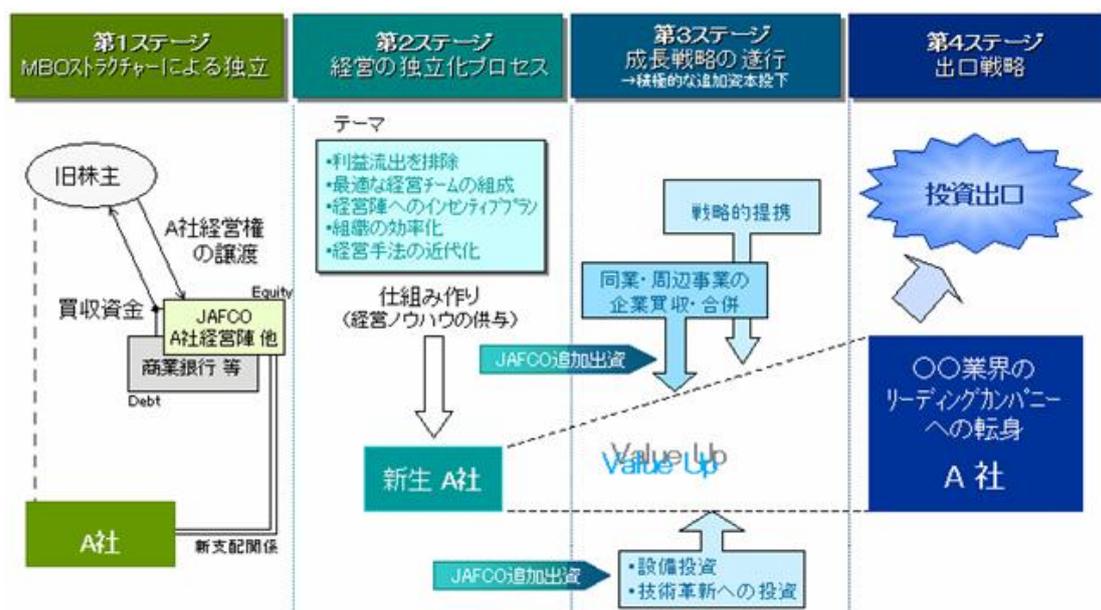
比較

	95 年	96 年	97 年	98 年	99 年	00 年	01 年	02 年	03 年	04 年
設立投資	0.9	3.2	1.4	2.9	1.8	3.0	0.9	1.5	2.2	1.3
5 年未満	16.3	13.8	24.6	26.0	32.7	59.2	54.1	52.0	61.6	48.5
10 年未満	14.7	24.1	16.0	20.9	13.8	14.9	12.6	15.3	8.3	14.6
10 年以上	56.1	58.9	58.0	50.2	51.7	22.9	32.5	31.3	27.9	26.4
分類不能	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.2

注：各年度における年間新規投資額の成長段階別構成比率(%)。

出所：通商産業省(1993-1996)『ベンチャーキャピタルの投資状況調査』財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(1997-2005)、『ベンチャーキャピタル投資状況調査』のデータをもとに作成。

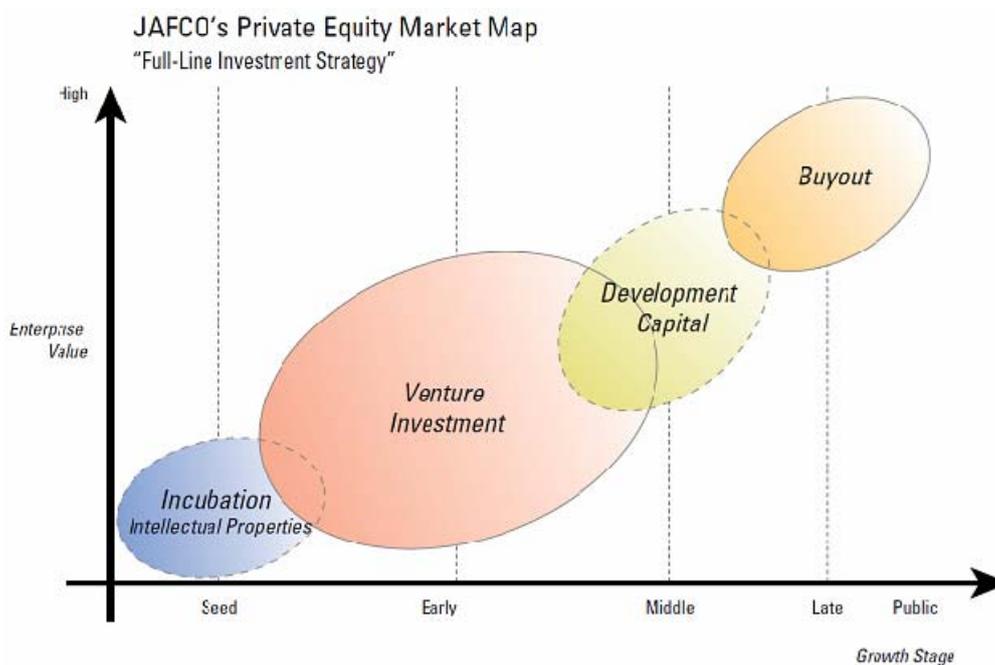
図表 13　株式会社ジャフコにおけるバイアウト投資の出口戦略までのプロセスイメージ

出所：株式会社ジャフコホームページ(http://www.jafco.co.jp/)

図表 14 株式会社ジャフコのバイアウト事例

	時期	会社名	業種
1	1998/12	（株） アイ・シー・エス	留学カウンセリング・手続代行
2	1999/06	（株） アムリード／（株）ケイエイオー	ゲームセンター運営
3	2000/01	日本建設コンサルタント（株）	建設コンサルタント
4	2001/02	（株）アイシア	ペットフード、企画開発・販売
5	2001/03	トーカロ （株）	金属表面加工業
6	2001/03	（株） エス・アイ・シー	通販用パンフレット企画・印刷業
7	2001/04	（株） ヴィクトリア	小売業
8	2001/09	（株） ガソニックス	液晶製造装置メーカー
9	2002/04	ユアサエレクトロニクス（株）	光半導体関連検査装置等の製造・販売を行う専門商社
10	2002/11	バンクテック・ジャパン（株）	文書処理システム、ワークフローシステム開発
11	2003/12	（株）メディカルトリビューン	国際医学新聞「メディカルトリビューン」紙の発行を中心とする出版活動
12	2004/02	キッチンハウス（株）	システムキッチン、木製風呂の製造販売
13	2004/03	グローバルナレッジネットワーク（株）	教育ソリューション・プロバイダー
14	2004/04	（株）アールの介護	有料老人ホーム、『レストヴィラ』の運営
15	2004/04	クラブツーリズム（株）	旅行業、会員制クラブの運営等
16	2004/07	日本マニュファクチャリングサービス（株）	製造・物流サービス、人材派遣サービス
17	2004/12	昭和薬品化工（株）	歯科関連製品、医科後発医薬品の製造販売

出所：株式会社ジャフコ「Fact Book 2005」

図表 15 株式会社ジャフコのフルライン投資体制のイメージ

出所：株式会社ジャフコホームページ(http://www.jafco.co.jp/)

設問

問 1.　財団法人ベンチャーエンタープライズセンターのベンチャーキャピタル各社へのリンク集（http://www.vec.or.jp/vc1.html）の中から、**(1)投資先の企業価値向上を支援**しているベンチャーキャピタルを探し、その具体的な投資先に対する支援内容を列挙せよ。

問 2. ベンチャーキャピタル投資における**(2)内部収益率（IRR）**について、簡潔に説明せよ。

問 3. ベンチャーキャピタル投資における**(3)投資リスク**について簡単に説明せよ。

問 4. ジャフコの村瀬光正社長(当時)は、2001 年 10 月 23 日付け日経金融新聞のインタビューで「**(4)高リスクでも高収益を狙っていく。過年度の財務データが十分にそろわないような若い企業に対しては出資しただけで放って置いては駄目だ。自らが経営に参画せざるを得ない**」と述べている。「投資先経営支援」「内部利益率(IRR)」「リスク」の用語を使って、ジャフコの村瀬光正社長(当時)の目指した投資戦略について説明せよ。

問 5. 創業間もない研究開発型ベンチャーの起業家であるあなたは、研究開発資金の充実を目的に、ベンチャーキャピタルからの出資を検討している。Q4 のジャフコの村瀬光正社長(当時)の投資戦略を前提(資金と共に若い企業には経営支援を提供)として、ジャフコからの出資を受けることのメリット、デメリットを列挙し、それぞれ説明せよ。